

株式投資をする家計の特徴

塚 原 一 郎

1. はじめに

日本の家計の金融資産構成は、預貯金が中心で、株式や証券の保有は少ない。つまり、多くは安全資産の形で保有し、リスクのある資産への投資は少ない。その理由として様々なことが考えられているが、例えば、日本人はあまりリスクをとりたがらないこと、日本では特に中学や高校での金融教育、消費者教育が不十分であること等が挙げられている。

本研究ノートでは、どのような人が株式投資を行い、投資量が多いか、つまり、株式保有者の特徴について、議論していく。以下、第2節では実際に、日本銀行の資金循環統計や『家計の金融行動に関する世論調査』の結果からみた株式保有者の特徴を整理し、第3節では、家計の株式投資に関係する国内外の既存研究をいくつか紹介し、第4節では、今後の研究の方向性について言及する。

2. 現状

日本銀行（2010）では、2009年12月時点での日本と米国の家計の資産構成を、資金循環統計をもとに比較している。資金循環統計の金融資産残高表は、金融取引の結果、期末時点で保有される資産の残高を記録したものである。2009年12月時点で家計部門の現金・預金は、日本では金融資産全体55.2%であるのに対し、米国では14.3%にすぎなかった。逆に、株式・出資金は日本では6.6%なのに対し、米国では31.6%もあった。

日本と米国では、家計の金融資産構成の特徴が大きく異なるが、家計が株式保有をするのはどのような要因によって決まってくるか、どのような世帯が株式を多く保有しているのかについて、平成 21 年の『家計の金融行動に関する世論調査』の二人以上世帯調査をもとにして、確認する。

『家計の金融行動に関する世論調査』は日本銀行の金融広報中央委員会が行っている調査で、1964 年から長期間にわたって続いている。その間、調査機関名称やアンケート名称の変更、質問項目の入れ替えが何度かあったが、50 年以上にわたり継続して行われてきている。特に金融資産や金融機関選択、その考え方に関する質問も多く、家計の貯蓄行動・金融行動に関する研究においては、日本では多く利用されている。毎年アンケート対象者は変わっているので、同一個人の変化については見る事が出来ない。以下では、ホームページから入手できる集計表の中から、株式保有に関連する項目をまとめて、株式保有世帯の特徴をみる。

平成 21 年度調査は、平成 21 年 6 月 12 日から 7 月 21 日の間に、世帯主が 20 歳以上でかつ世帯員が 2 名以上の全国 8000 世帯に対して行われた。調査対象世帯の抽出は層化二段階無作為抽出法で行われ、訪問と郵送の複合・選択式で行われた。回収率は 50.3%であった。なお、単身世帯についてはインターネットモニター調査で別に行われているが、以下で紹介するのは、二人以上世帯調査の結果である。

平成 21 年の平均株式保有額（貯蓄保有世帯）は 98 万円であり、金融商品全体平均保有額 1478 万円の約 6.6%である。一番多いのは預貯金で平均 814 万円保有しており、金融資産全体の約 55%を占めている。

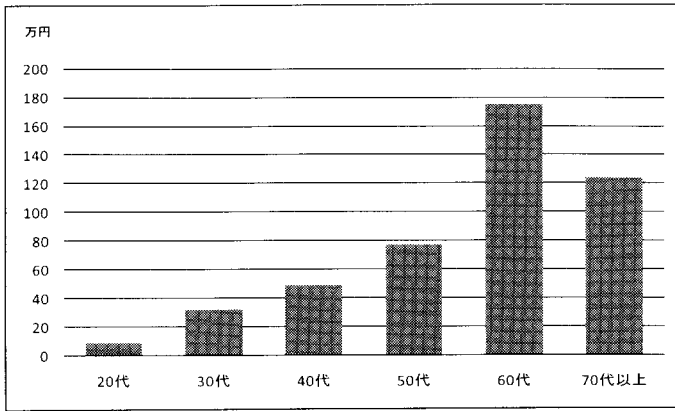


図1 世帯主年齢別株式平均保有額

(平成21年度『家計の金融行動に関する世論調査』集計表より作成、以下の図も同様)

次に、平均株式保有額を様々な属性別に確認する。年代別にみると、年代が上がるほど平均株式保有額が上昇し、60歳代で一番大きくなっている。年間収入別でも、収入が多いほど、平均株式保有額は多くなっている(図1、図2)。

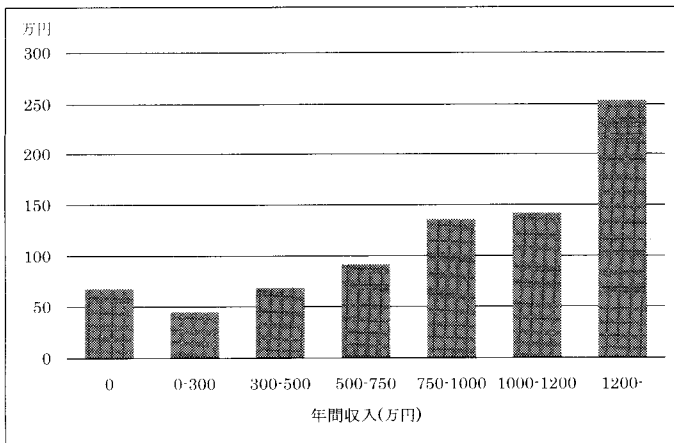


図2 年収別株式平均保有額

また、持家かどうかでは、持家世帯の平均株式保有額は 104 万円なのに対し、非持家世帯の平均株式保有額は 42 万円となっている。都市規模でみると、18 大都市では 140 万円、中都市では 100 万円、小都市では 77 万円、郡部では 59 万円となり、都市規模が小さくなるにつれて平均株式保有額が減少している。全体を通してみると、世帯主の年齢が上がる、家を持っているなど、所得・資産が多いと思われる世帯ほど、平均株式保有額は多くなっている。

次に、今後の金融商品の保有希望（複数回答）に関する質問では、株式を保有したいと希望した世帯は 8.7% にすぎない。預貯金希望が 52.0% と圧倒的に多く、保有希望なしも 34.8% いる。ただ、預貯金以外の金融商品の中では株式の保有希望が一番大きくなっていった。株式の保有希望は、年代別では 20 代、40 代が若干低いが、その他の年代ではほとんど同じであった（図 3）。

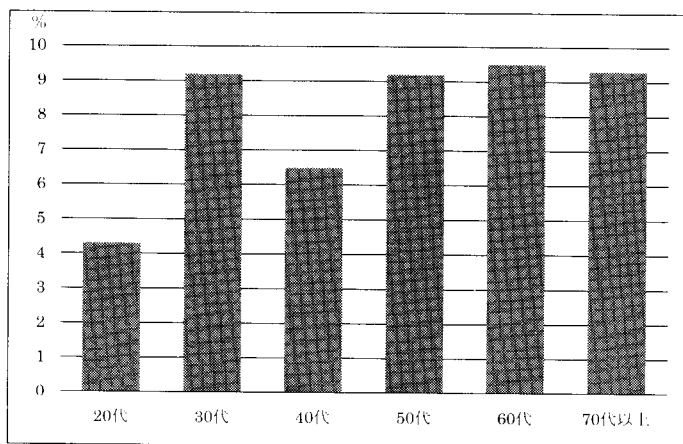


図 3 世帯主年齢別株式保有希望割合

年収別では、年収が多いほど株式保有希望者が多いが、収入なしも株式保有希望者が多かった。都市規模別では、大都市が 12.3%、中都市 8.6%、小都市 6.8%、郡部 5.7% と、都市規模が大きいほど株式保有希望者が多い。

以上で議論していたのは、保有者の平均金額である。実際にどのぐらいの割合の人が保有しているかは、集計表からは分からないので、個票をみる必要がある。また、株式保有にどの要因が一番影響を与えるか、どの程度影響を与えるかについても、集計表を見ていただければ分からないので、実際に回帰分析をして確かめる必要がある。

次に、家計の株式保有について、国内外でどのような議論がされてきたかを概観する。

3. 既存研究

前節でみたように、日本の家計は金融資産の半分が現金・預金で、保険・年金は約25%、ハイリスク・ハイリターンの資産といわれている株式・出資金は1割に満たない。この原因を、内閣府（2008）では、①リスクに見合ったリターンが期待できないから、②リスクがどの程度あるか、どのように投資をしたらいかが分からないから、③投資をするだけの余裕が家計にないから、としている。①は、特にここ数年の米国発の金融危機により株価が下落している局面での説明である。②は、株式投資についての知識、つまり、金融教育の問題である。③は、株式投資の資金は、余裕資金から出すという考え方である。

塚原（2008）では、日本の家計において、株式等の有価証券保有額が金融資産全体の保有額に占める割合（以下、有価証券比率）を決定する要因について推定している。推定の結果、所得や資産額が多い家計、つまり、比較的余裕がある家計ほど有価証券比率が高かった。また、大都市に居住する家計ほど、学歴の高い家計ほど、インターネットを利用している家計ほど、有価証券比率が高かった。

インターネット利用や、都市規模は、情報量の代理変数として、学歴は知識の代理変数と考えられる。つまり、金融・情報リテラシーも株式などリス

ク資産へ投資をするかどうかの要因になるといえる。また、所得・資産額が要因の一つになることから、富裕層ほどリスク資産への投資割合が高くなっている。逆に、住宅ローン負担はリスク資産への投資を抑制しうる。結果として、年齢でみると60代までは、年代があがるにつれてリスク資産への投資が高まっている。

最近では、Iwaisako (2009) で、日本の家計の資産構成について、時系列の動きや年代毎の違いにも注目しながらサーベイを行っている。特に、持家世帯の方が非持家世帯よりも、株式保有者の割合、そして、全体の金融資産額に占める株式保有額の割合が高いことが強調されている。

一方、松浦 (2006) では、日本の家計は株式保有者の割合ではなく、全体の金融資産保有額に占める株式保有額の割合が著しく低く、特に富裕層で低いので、配当利回りやその成長率の増加が、家計を株式市場に引き付けるために必要である、と述べている。

欧米では、日本よりもアンケート調査が整備されていて、歴史もあるので、この分野の研究は比較的多く行われている。Campbell (2006) では、家計の金融行動についての全般的な考え方をサーベイしている。アメリカのほとんどの家計は投資を効率的に行っている。ただし、一部の貧困層、低学歴層は、明らかな間違いをしているが、家計は自らの限界を理解し、分不相応な投資戦略は避けなければならないと述べている。

Gollier (2002) は、サーベイ論文集 *Household Portfolio* の第1章で、家計がポートフォリオを決める要因には大きく3つあるとしている。第一に生まれつきの、第二に金融市場に投資をする目的、第三に外的要因（収益の分布、税金インセンティブ、流動性、資産へのアクセス等）である。

基本モデルによると、豊かな家計ほどリスク回避度が小さく、リスクのある資産へ投資する割合も高い。人的資本にリスクがある家計ほど、リスク資産への投資が少ない。消費を計画的に出来ない家計は、リスク資産への投資

を控える傾向にあり、特に、将来流動性制約に直面しうる家計は、リスク資産投資を減らす。

Bertaut etc (2000) では、実際に 15 年間のアメリカのデータ SCF (Survey of Consumer Finance) を用いて、投資行動に影響を与える要因を調べた。年齢はリスク資産の保有に、保有資産額はリスク資産、安全資産双方に影響を与えるなど、前述の日本での推計結果とほぼ同じとなっている。また、サーベイ論文集 *Household Portfolio* では、他にもイギリス、イタリア、ドイツ、オランダの家計の資産選択や高齢者と富裕層の資産選択、税金との関係、カリブレーションや計量モデルとの関係についても、詳しい説明がそれぞれされている。

Ameriks and Zeldes (2004) では、年齢を考える際、年齢の効果と年代の効果とを区別をすることが重要であると、強調されている。つまり、ある年に 30 代と 40 代の家計の投資行動が違う場合、それが 30 歳と 40 歳という年齢の違いなのか、それとも、60 年代生まれと 70 年代生まれという、年代の違いなのかが分からない。そこで、Ameriks and Zeldes (2004) では、同一個人に複数年質問をしているパネルデータを用いて、年代効果を取り除いている。

Kumar (2009) では、株式投資のギャンブル的要素に注目をし、人々の「宝くじ」への性向と投資の意志は相関しているとしている。つまり、長期的には、投資家は「宝くじ」の要素を好むので、本物の「宝くじ」と同様に、不況の時に「宝くじ」型の株需要は増加すると、アメリカの月次データを用いて述べている。また、ある 1 時点で考察しても、実際の「宝くじ」への支出を促す要因は、「宝くじ」型の株式への投資も促す。「宝くじ」型の株式は、収益が低迷することが多く、しかも、そのような株式に多額の投資をするのは低所得者層が多く、これも実際の「宝くじ」を低所得者層が多く手に入れる行動と同じである。

一般論として株式について考えれば、景気が悪くなると、投資家はリスク

回避のために、リスク資産である株式を手放すはずであるが、Kumar (2009) では、逆の動きをする株の銘柄もあることになる。また、知識・情報がある人ほど、つまり、教育を受けている層ほど株式投資をするといわれているが、逆に、低所得者層がギャンブル目的で株式投資をする可能性があることを重要視している。

Billias etc (2010)は、米国の PSID (Panel Study of Income Dynamics) や SCF (Survey of Consumer Finances) を用いて、1990 年代と 2000 年代の家計の株式市場への参入・退出について、家計の属性に加え、株価変動の効果について調べている。推定の結果、株式市場への参入や退出は、株式市場の状態より、むしろ家計の属性に影響を受けていた。また、教育も株式取引を差し控えさせ、特に株価の下落局面ではその効果は強かった。

4. 今後の研究の方向性

第 2 節では、資金循環統計や『家計の金融行動に関する世論調査』からみた家計の株式保有・投資の現状を考察し、第 3 節では、国内外の既存研究をまとめた。本節では、今後の研究の方向性を簡単に述べる。

まず、株式投資をしている家計の特徴をみる際、「株式を持っているかどうか」と「株式をどの程度持っているか」という議論を区別する必要がある。しかし、集計表からは、平均保有額（貯蓄保有世帯、貯蓄を保有していない世帯を含む）しか情報がないため、どれくらいの家計が株式を保有しているか、という重要な情報を得ることが出来ない。また、資金循環統計等のマクロ統計からも、家計部門全体の保有金額しかわからず、保有の有無と保有金額については区別できない。しかし、実用面からみると、株式取引量を増やしたい場合、どのような家計が株式投資を行っているかは重要な情報である。家計部門全体の株式保有量が増加することでも、少数の富裕層の保有額が増加することと、株式を保有する人が増える、つまり、裾野が広がることでは、

解釈が違ってくる。今後、保有の有無と保有額の間の区別が注目されることを願う。

また、株式に限らず、投資信託や社債等、他のリスクのある金融資産に関しても検討する必要があるとともに、株式と性質が同じかどうか、という考察も重要である。ただ、塚原（2008）などでは、株式とその他のリスク資産とが区別されないデータを用いている。細分化すればするほど、サンプル数が小さくなるなど、統計調査や標本設計の問題も常に考える必要がある。さらに、利用するデータや期間、地域によって結論も違うるので、サンプル情報が特に重要となる。

本テーマは実生活では近年注目されているが、学術研究は、特に日本では盛んに行われているとは言えない状況である。その要因はいくつか考えられるが、金融、労働、計量など分野が多岐にわたること、データが得にくく、扱いにくく、誤差が多いこと、理論・実証モデルともまだ確立されたものがなく、複雑であるということが挙げられる。本研究ノートでも、理論的背景については詳しく言及していないので、次回以降への課題としたい。

参考文献

- Ameriks, J. and S. P. Zeldes (2004), "How Do Household Portfolio Shares Vary With Age?" *Working Paper*, Columbia University.
- Bertaut, C. and M. Starr-McCluer (2000), "Household Portfolios in the United States," *FEDS Working Paper*, No. 2000-26.
- Bilias, Y., D. Georgarakos, and M. Haliassos (2010), "Portfolio Inertia and Stock Market Fluctuations," *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(4), pp.715-742.
- Campbell, J. (2006), "Household Finance," *Journal of Finance*, 61(4), pp.1553-1604.
- Gollier, C. (2002), "What Does Classical Theory Have to Say about Household Portfolios?" in Guiso, L., M. Haliassos, and T. Jappell eds, *Household Portfolios*.
- Iwaisako, T. (2009), "Household Portfolios in Japan," *Japan and the World Economy*, 21, pp.373-382.

Kumar, A. (2009), “Who Gambles in the Stock Market?” *Journal of Finance*, 64(4), pp.1889-1933.

塚原 一郎 (2008)『家計データを利用した資産選択行動の計量分析』三菱経済研究所

内閣府 (2008)『平成 20 年度経済財政白書』

日本銀行調査統計局 (2010)『資金循環の日米比較：2009 年 4Q』

松浦 克己 (2006)「なぜ日本家計の株式投資シェアは低いのか」『証券アナリスト
ジャーナル』2006.8, pp.15-25.